

# VU Research Portal

## De verhouding tussen EMIR en het MiFIR-voorstel: over de clearing- en de handelsverplichting

Barrachdi, F.; Ramsanjhal, S.

### ***published in***

Tijdschrift voor Financieel Recht  
2013

### ***document version***

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### ***citation for published version (APA)***

Barrachdi, F., & Ramsanjhal, S. (2013). De verhouding tussen EMIR en het MiFIR-voorstel: over de clearing- en de handelsverplichting. *Tijdschrift voor Financieel Recht*, (11), 366-374.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

# De verhouding tussen EMIR en het MiFIR-voorstel: over de clearing- en de handelsverplichting

mr. F. Barrachdi en mr. S. Ramsanjhal\*

## 1. Inleiding

Het staat buiten kijf dat in de derivatenmarkt grote financiële belangen spelen. Een belangrijk deel van de derivatencontracten komt *over-the-counter* tot stand (hierna otc-derivaten of otc-derivatencontracten). Dit zijn de derivatencontracten die niet op een gereguleerde markt zijn gesloten, maar bilateraal tussen partijen worden aangegaan.<sup>1</sup> Ter illustratie van de grootte van de markt voor otc-derivatencontracten: op 18 oktober 2013 bedroeg de wereldwijde hoofdsom van de rentederivatencontracten, het meest voorkomende otc-derivatencontract, ruim USD 584 biljoen.<sup>2</sup> De financiële crisis heeft duidelijk gemaakt dat de otc-derivatenmarkt enkele kenmerken behelst die de onzekerheid op financiële markten kan vergroten en daardoor een risico vormt voor de algehele financiële stabiliteit.<sup>3</sup> In het bijzonder werd gevonden dat de markt voor otc-derivaten niet transparant genoeg was en dat de risico's die contractspartijen liepen moeilijk vast te stellen waren en dienden te worden ingeperkt. Om die reden hebben de landen van de G20 in hun overleg van 26 september 2009 in Pittsburgh onder andere de volgende toezegging gedaan:

'All standardised OTC derivatives contracts should be traded on exchanges or electronic trading platforms, where appropriate, and cleared through central counterparties by end-2012 at latest. OTC derivatives contracts should be reported to trade repositories.'<sup>4</sup>

Met de inwerkingtreding van EMIR<sup>5</sup>, wetgevingsinitiatieven als het MiFID II Voorstel<sup>6</sup> en het MiFIR Voorstel<sup>7</sup> lijkt de G20 toezegging een *fait accompli*, hoewel het streven om de verplichtingen onder deze regelgeving in werking te doen treden vanaf eind-2012 te ambitieus is gebleken.<sup>8</sup> Zo is recent pas (21 juni 2013) overeenstemming bereikt binnen de raadsformatie Economische en Financiële Zaken (Ecofin) over de General Approach (*algemene oriëntatie*) van de MiFIR en MiFID-II voorstellen. Deze overeenstemming is tevens het startschot voor de tripartiete onderhandelingen tussen de Raad van de Europese Unie (de Raad van Ministers), het Europese Parlement en de Europese Commissie over beide voorstellen. Daar waar EMIR gedetailleerde voorschriften bevat om otc-derivatencontracten via centrale tegenpartijen (hierna: de CTP) te clearen, moeten de MiFIR en MiFID II Voorstellen er onder meer voor zorgen dat de handel in derivaten georganiseerd plaatsvindt via handels-

---

\* Faysal Barrachdi is werkzaam als docent/onderzoeker aan de Faculteit der Rechtsgeleerdheid van de Vrije Universiteit van Amsterdam en Soeradj Ramsanjhal is werkzaam als advocaat te Amsterdam. Deze bijdrage is afgesloten op 27 oktober 2013.

1. Het gros van de handel in otc-derivaten vindt plaats in de Europese Unie, zie voor de rentederivaten Bank for International Settlements (BIS), 'Triennial Central Bank Survey OTC interest rate derivatives turnover in April 2013: preliminary global results', september 2013, beschikbaar via <<http://www.bis.org/publ/rpfx13ir.pdf>>, p. 11.
2. De cijfers worden wekelijks gepubliceerd door DTCC, te vinden op <<http://dtcc.com/products/derivserv/data/rates.php>>. De totale notionale waarde van de otc-derivatencontracten was eind december 2012 ong. USD 633 biljoen, te vinden via <[http://www.bis.org/publ/otc\\_hy1305.htm](http://www.bis.org/publ/otc_hy1305.htm)>.
3. B. Coeuré, Four years after Pittsburgh: What has OTC derivatives reform achieved so far?, Speech by Benoît Coeuré, Member of the Executive Board of the ECB, at joint Banque de France, Bank of England and ECB conference on OTC derivatives reform, Parijs, 11 september 2013, beschikbaar via <<http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130911.en.html>>.
4. Zie 'G20 Leaders Statement: The Pittsburgh Summit', 24/25 september 2009, beschikbaar via <<http://www.g20.org>>, p. 9.
5. Verordening (EU) nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 4 juli 2012 betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, te vinden op <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/)>. EMIR is in werking getreden op 16 augustus 2012, maar de uit EMIR voortvloeiende verplichtingen zijn nog niet allemaal van kracht. Zie verder paragraaf 2.
6. Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en houdende intrekking van Richtlijn 2004/39/EG van het Europees Parlement en de Raad, zie COM 2011/0298(COD), 18 juni 2013.
7. Verordening van het Europees Parlement en de Raad betreffende markten voor financiële instrumenten en wijziging van de verordening nr. 648/2012 van het Europees Parlement en de Raad betreffende otc-derivaten, centrale tegenpartijen en transactieregisters, zie COM 2011/0296(COD), 18 juni 2013.
8. Verwacht wordt dat het MiFID II Voorstel omstreeks

platformen.<sup>9</sup> Al met al lijkt de Europese wetgever hiermee de daad bij het woord te hebben gevoegd.<sup>10</sup> In deze bijdrage zetten wij de samenhang van EMIR en het MiFIR Voorstel uiteen, aangezien beide verordeningen de markt voor (otc-)derivaten aanzienlijk wijzigen. De titel van de tekst van het MiFIR Voorstel roept ook het beeld op dat EMIR wijzigt. Wij zien hier echter meer een aanvulling van, dan een wijziging in EMIR.<sup>11</sup> De opzet van deze bijdrage is dat eerst de clearingverplichting ten aanzien van derivaten onder EMIR nader wordt uitgewerkt. Het accent zal liggen op de vraag welke partijen onder welke voorwaarden met deze verplichting te maken krijgen, waarna de handelsverplichting onder het MiFIR Voorstel centraal zal staan. Voor zover relevant wordt ook gerefereerd aan het MiFID II Voorstel. Wij constateren dat deze laatste twee regelingen sterk met elkaar vervlochten zijn en een gezamenlijke bespreking behoeven. Voorts wordt een licht geworpen op de raakvlakken van EMIR en het MiFIR Voorstel op het gebied van clearing- en de handelsverplichting met een bijzondere aandacht voor de *open access* tot handelsplatformen en CTP's die beide verplichtingen moet faciliteren.

## 2. EMIR

EMIR is al enige tijd geleden in werking getreden en toch ondervinden marktpartijen pas recentelijk de gevolgen van de verplichtingen uit deze verordening. Dit heeft te maken met het feit dat de werking van het merendeel van de bepalingen in EMIR afhangt van de introductie van nadere 'Regulatory Technical Standards' (hierna: de RTS) en 'Implementing Technical Standards' (hierna: de ITS).<sup>12</sup> Deze RTS en ITS worden opgesteld door de *European Securities and Markets Authority* (hierna: ESMA) in samenwerking met de *European Banking Authority* en de *European Insurance and Occupational Pensions Authority*, en dan goedgekeurd en gepubliceerd door de Europese Commissie. De eerste set verplichtingen is sinds 15 maart 2013 van kracht. De tweede set verplichtingen is sinds 15 september 2013 van kracht.<sup>13</sup> Deze verplichtingen leiden ertoe dat de gevolgen van EMIR voor marktpartijen steeds merkbaarder worden.<sup>14</sup>

EMIR bepaalt kort gezegd het volgende:

- Gestandaardiseerde otc-derivatencontracten<sup>15</sup> dienen te worden geclarend via een CTP;<sup>16</sup>
- Alle derivaten moeten worden gerapporteerd aan transactieregisters;<sup>17</sup>
- ESMA en nationale toezichthouders krijgen ingrijpende bevoegdheden ter verbetering van de transparantie van en het regelgevingstoezicht op otc-derivatencontracten;<sup>18</sup> en
- Financiële tegenpartijen en niet-financiële tegenpartijen die een niet door een CTP geclarend otc-derivatencontract sluiten, dienen risico-mitigerende maatregelen te treffen tegen operationele risico's en tegenpartijrisico's.<sup>19</sup>

### De clearingverplichting

Om te clearen dient de clearingplichtige volgens art. 4 lid 3 EMIR lid te worden van een door EMIR erkende CTP of dient hij clearingregelingen te treffen met clearingleden. Hierdoor kan de clearingplichtige ook voldoen aan zijn clearingplicht zonder lid te worden van een CTP.<sup>20</sup> Het vorige betekent niet dat de clearingplicht met de inwerkingtreding van EMIR al in de praktijk kan worden gebracht. Dit hangt af van (i) het beschikbaar zijn van een vergunning-

2015/2016 in werking treedt. Zie <<http://www.afm.nl/nl/professionals/regelgeving/europees/mifid2/kalender.aspx>>. Dit geldt eveneens voor het MiFIR Voorstel waarbij een gelijktijdige toepassing wordt beoogd. Zie overweging 44 MiFIR Voorstel.

9. EMIR bevat uiteraard ook andere voorschriften, terwijl het MiFIR Voorstel ook bepalingen bevat omtrent het clearen van derivaten door een CTP. De belangrijkste bepalingen uit EMIR en het MiFIR Voorstel in relatie tot derivaten, zullen in deze bijdrage worden behandeld.
10. In de Verenigde Staten heeft het voorstel van de G20 geresulteerd in de totstandkoming van de *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*. Zie voor meer informatie daarover de bijdrage van Ten Broeke in dit tijdschrift, P.G.M. ten Broeke, 'Dodd-Frank en EMIR: een jaar verder en een stap dichterbij de eindstreep', *FR* 2013, nr. 1/2, p. 16-30. Ook in de regio Asia-Pacific zijn soortgelijke regelingen te vinden, zie ISDA, *Asia-Pacific Regulatory Profiles*, april 2013', te vinden op <[www.ISDA.org](http://www.ISDA.org)>.
11. De wijziging betreft namelijk slechts één artikel, art. 44 MiFIR Voorstel, dat art. 67 lid 2 EMIR zal aanvullen. Art. 44 MiFIR Voorstel bepaalt dat transactieregisters zullen rapporteren aan de bevoegde autoriteiten van de nationale lidstaten conform art. 23 MiFIR Voorstel.
12. Deze zijn te vinden op <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/derivatives/](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/)>. Een deel van de technische uitvoeringsregels van EMIR is door de Europese Commissie op 19 december 2012 aangenomen. Voor een aantal cruciale uitvoeringsregels is dit niet het geval, zoals de aanwijzing van de klassen derivaten voor de clearingplicht.
13. Het gaat hier om bepalingen omtrent portfolio reconciliatie, portfolio compressie en geschillenbeslechting, zie de RTS nr. 149/2013 van de Europese Commissie van 19 december 2012, art. 13, 14, 15 jo. art. 21.
14. Zo hebben twaalf banken recentelijk overeenstemming bereikt om hun aandeel in Turquoise Derivatives, een multilateraal handelsplatform, te verkopen aan de London Stock Exchange Plc uit voorzorg voor de verplichtingen uit EMIR. Zie P. Stafford, 'EMIR begins to make its mark', *Financial Times*, 3 juli 2013 (online:ft.com).
15. Om te bepalen in welke mate contracten gestandaardiseerd zijn, worden de volgende aspecten worden meegenomen: de mogelijkheid om deze elektronisch te verhandelen, beschikbaarheid van raamovereenkomsten, productdefinities en confirmaties etc, zie ESMA, 'The Clearing Obligation under EMIR', *Discussion Paper*, 12 juli 2013, 2013/925, p. 38. De complete lijst met aspecten om de mate van standaardisatie te bepalen, zal door ESMA kenbaar worden gemaakt ex. art. 5 lid 4 EMIR in de RTS betreffende de klassen derivaten.
16. Voorbeelden van CTP's binnen Europa zijn o.a.: LCH, Clearnet Ltd (en SA), Nasdaq OMX, Holland Clearing House, Eurex Clearing, ICE Clear Europe en CME Clearing Europe. Deze CTP's hebben echter (nog) geen vergunning om op te treden als CTP onder EMIR.
17. Sinds EMIR van kracht is gegaan, dienen *alle* partijen bij otc-derivatencontracten hun transacties te rapporteren aan transactieregisters. Dus ook volgens EMIR bestempelde niet-otc-derivatencontracten! Dit zijn derivatencontracten gesloten op gereglementeerde markten. Ook voor transacties waarvoor een vrijstelling is van de clearingplicht, zoals intra-groep transacties, dienen te worden gerapporteerd. Transacties binnen dezelfde entiteit hoeven echter niet te

houdende CTP en (ii) RTS inzake de clearingplicht, die op zijn vroegst 16 april 2014 (en uiterlijk 15 september 2014) zullen worden voorgelegd ter goedkeuring aan het Europees Parlement.<sup>21</sup> Strikt genomen zijn contractspartijen bij een otc-derivatencontract conform art. 4 lid 1 EMIR verplicht te clearen indien:<sup>22</sup>

(a) het contract is gesloten tussen:

- twee financiële tegenpartijen;<sup>23</sup>
- een financiële tegenpartij en een niet-financiële tegenpartij<sup>24</sup> die voldoet aan de in art. 10 lid 1 onder b bedoelde voorwaarden;<sup>25</sup>
- twee niet-financiële tegenpartijen die voldoen aan de in art. 10 lid 1 onder b bedoelde voorwaarden;
- een financiële tegenpartij of een niet-financiële tegenpartij die voldoet aan de in art. 10 lid 1 onder b bedoelde voorwaarden en een entiteit die is gevestigd in een derdeland, die aan de clearingverplichting onderworpen zou zijn indien hij in de Europese Unie gevestigd zou zijn;
- twee entiteiten die gevestigd zijn in een of meer derdelanden die aan de clearingverplichting onderworpen zouden zijn indien zij in de Europese Unie gevestigd zouden zijn, als het contract *aanzienlijke en voorzienbare rechtstreekse* gevolgen binnen de Europese Unie heeft of indien een daartoe strekkende verplichting passend of noodzakelijk is om te voorkomen dat bepalingen van EMIR worden omzeild;<sup>26</sup> en

(b) zij worden gesloten of verlengd:

- op of na de datum met ingang waarvan de clearingverplichting in werking treedt; dan wel
- op of na de datum van kennisgeving als bedoeld in art. 5 lid 1 EMIR,<sup>27</sup> maar vóór de datum van ingang waarop de clearingverplichting in werking treedt, indien de resterende looptijd van die contracten langer is dan de datum van ingang van de clearingplicht.<sup>28</sup>

Voor de clearing van een otc-derivatencontract is vereist dat voor beide partijen bij dat contract een clearingverplichting bestaat of beide partijen bij dat contract met het clearen instemmen.<sup>29</sup> Zoals hierboven ook is opgemerkt, verdient opmerking dat indien financiële tegenpartijen of niet-financiële tegenpartijen niet onder de clearingplicht vallen, zij wel risicomitigerende maatregelen ex. art. 11 EMIR dienen te treffen tegen operationele en tegenpartij-risico's.<sup>30</sup> Indien één van de contractspartijen een niet-financiële tegenpartij is, dan is voor de toepassing van de clearingplicht van belang of één van de in EMIR opgenomen clearingdrempels wordt overschreden door deze partij. De clearingdrempelwaarden voor de toepassing van de clearingverplichting voor niet-financiële tegenpartijen zijn vastgelegd in de RTS.<sup>31</sup> De clearingdrempels zijn dus relevant voor niet-financiële tegenpartijen per *klasse*<sup>32</sup> derivaten; indien zij deze drempels te boven gaan voor de betreffende klasse, treedt de clearingverplichting in voor alle klassen waarin deze partij handelt.<sup>33</sup> Hierbij wordt opgemerkt dat otc-derivatencontracten die risico's verminderen (het zogenoemde 'hedgen') niet worden meegerekend voor het bepalen van de clearingdrempel (intra-groep transacties wel).<sup>34</sup> Criteria om te bepalen van welke otc-derivaten objectief kan worden vastgesteld dat zij risico's verminderen, worden in art. 10 van de

worden gerapporteerd, aangezien er geen sprake is van twee tegenpartijen. Thans is echter nog geen vergunning verleend aan een transactieregister. ESMA zal op zijn vroegst 7 november 2013 de eerste vergunning hieromtrent verlenen, hoewel onzeker is of dit daadwerkelijk zal geschieden. Het vorige betekent dat de rapportageverplichting op zijn vroegst in februari 2014 zal intreden, zie <[http://www.esma.europa.eu/system/files/2013\\_m07\\_d05\\_emir\\_timetable.jpg](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013_m07_d05_emir_timetable.jpg)> voor een tabel met tijdschema over de voortgang van EMIR

18. Deze bevoegdheden worden in dit artikel niet nader behandeld. Zie bijvoorbeeld Titel III (toezicht op CTP's door primair de bevoegde nationale toezichthouder, art. 22 lid 1 EMIR), Titel VI (toezicht op transactieregisters door primair ESMA, art. 55 lid 1 EMIR) en de op 1 januari 2013 ingetreden art. 1:3a Wft, waarin wordt bepaald dat de nationale toezichthouder een aanwijzing ex art. 1:75 Wft kan geven, dan wel een curator ex. art. 1:76 Wft kan benoemen.
19. Zie art. 11 EMIR. Ook de verdere behandeling hiervan laten we verder buiten beschouwing. Opmerking verdient wel dat niet-financiële tegenpartijen die de clearingdrempels niet te boven gaan, bepaalde risico mitigerende maatregelen niet hoeven toe te passen.
20. Het gaat deze bijdrage te buiten om het clearingproces te beschrijven. Zie hiervoor o.a. F.G.B. Graaf en R.A. Stegeman, 'Ondernemingsrecht, Europees voorstel voor de regulering van de otc-derivatenmarkten', *Ondernemingsrecht* 2011/20, par. 3 en C.H. Schot, 'To hedge or no to hedge; de toekomst van de derivatenmarkten', *Onderneming en Financiering* 2012 (20) 2, paragraaf 4.
21. Zie <[http://www.esma.europa.eu/system/files/2013\\_m07\\_d05\\_emir\\_timetable.jpg](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013_m07_d05_emir_timetable.jpg)> voor een tabel met tijdschema over de voortgang van EMIR.
22. De uitzonderingen voor pensioenfondsen en intra-groep transacties als bedoeld in art. 4 lid 2 EMIR resp. art. 89 EMIR worden niet nader behandeld.
23. Dit begrip wordt gedefinieerd in art. 2 onder 8 EMIR. Voorbeelden zijn vergunning houdende kredietinstellingen, beleggingsondernemingen, (her)verzekeringsondernemingen, instellingen voor bedrijfspensioenvoorzieningen en alternatieve beleggingsfondsen.
24. Dit begrip wordt gedefinieerd in art. 2 onder 9 EMIR. Het gaat om ondernemingen, niet zijnde financiële tegenpartijen, CTP's, handelsplatformen of transactieregisters. Particulieren en/of consumenten zijn dus geen niet-financiële tegenpartijen; het gaat om ondernemingen.
25. Dit zijn de clearingdrempels als bedoeld in art. 10 lid 1 onder b jo. art. 10 lid 4 onder b EMIR jo. art. 11 van de RTS nr. 149/2013 van de Europese Commissie van 19 december 2012.
26. RTS omtrent deze zogenoemde extraterritoriale werking van EMIR zijn thans in de consultatiefase. Marktpartijen konden tot en met 16 september 2013 hun reacties aan ESMA kenbaar maken, zie <<http://www.esma.europa.eu/>>.
27. Dit gaat om het moment dat een bevoegde nationale toezichthouder een CTP een vergunning verleend.
28. Zie art. 4 lid 1 sub b onder (ii) EMIR.
29. Zie ook overweging 22 EMIR.
30. Dit geldt ook voor pensioenfondsen, die ex. art. 89 lid 1 EMIR voor drie jaar vanaf 16 augustus 2013, zijn vrijgesteld van de clearingplicht en in mindere mate voor de intra-groep transacties (deze transacties zijn onder bepaalde voorwaarden naast de vrijstelling voor de clearingplicht ex.



RTS<sup>35</sup> uiteengezet. De clearingdrempels zorgen in de markt thans nog voor de nodige onduidelijkheid.<sup>36</sup>

### 3. MiFIR Voorstel

De handel in derivatencontracten zal naast EMIR eveneens worden beheerst door vooral het MiFIR Voorstel en in mindere mate ook het MiFID II Voorstel. Zo zullen de MiFID II en MiFIR voorstellen, in tegenstelling tot de huidige MiFID richtlijn, niet langer voorschriften voor enkel *equity trading* bevatten maar zullen ook non-equityinstrumenten (waaronder derivaten) onderworpen worden aan meer omvattende regelgeving.<sup>37</sup>

Voor derivatencontracten zullen de wijzigingen vooral inhouden: de bekendmaking van (pre/post) transactiegegevens aan het publiek, de introductie van de georganiseerde handelsfaciliteit (hierna: de 'OTF'), een plicht tot verhandeling via georganiseerde handelsplatformen en een niet-discriminerende toegang tot clearinginstellingen en handelsplatformen.<sup>38</sup> Kort gezegd betekent dit een uitbreiding van de bestaande regulering van (otc-)derivatencontracten en parallel daaraan minder vrijheid voor handelsplatformen om de verhandeling van derivatencontracten onder eigen voorwaarden te faciliteren.

Het MiFIR Voorstel bepaalt hierover dat de georganiseerde handel in de hierna genoemde (otc-)derivatencontracten dient te worden uitgevoerd op gereguleerde handelsplatformen.<sup>39</sup> Hiermee staat de Europese wetgever voor de uitzonderlijke uitdaging om in te grijpen in het handelsverkeer - waarin een belangrijk deel van de derivatencontracten een bilaterale *execution*<sup>40</sup> kent - zonder dit te verstoren. De wetgever is overigens niet van plan het geheel aan otc-derivaten buiten georganiseerde handelsplatformen om te verbieden. Integendeel, de verplichting om derivaten te verhandelen via georganiseerde handelsplatformen is slechts van toepassing op otc-derivatencontracten welke op grond van EMIR dienen te worden gecleard, waarbij ESMA tevens dient aan te wijzen welke klassen van deze otc-derivatencontracten onder deze plicht vallen. Onder andere de mate van standaardisatie (*plain vanilla* derivaten) en de betrokkenheid van niet-financiële partijen kunnen van invloed zijn op de werkingssfeer van de handelsverplichting.<sup>41</sup> Standaardisatie is echter niet in alle gevallen mogelijk door de niet consequente vraag en aanbod, de transactiesomvang, de beperkte liquiditeit en het *quote-driven*<sup>42</sup> karakter van derivatencontracten.<sup>43</sup>

#### Wat houdt de handelsverplichting voor derivaten in?

De handelsverplichting in art. 24 lid 1 MiFIR Voorstel houdt in dat financiële tegenpartijen en niet-financiële tegenpartijen die de clearingdrempels halen<sup>44</sup>, kwalificerende transacties (derivatencontracten) met financiële tegenpartijen of niet-financiële tegenpartijen die de clearingdrempels halen, uitsluitend mogen verrichten op (i) gereguleerde markten, (ii) multilaterale handelsfaciliteiten (hierna: MTF), (iii) OTF's of (iv) gelijkwaardige handelsplatformen van derde landen.<sup>45</sup> De verplichting zal enkel bestaan indien het gaat om een klasse van derivaten<sup>46</sup> waarop de clearingverplichting uit EMIR van toepassing is verklaard en die derhalve zijn toegelaten op tenminste één van de handelsplatformen uit art. 24 MiFIR Voorstel en daarnaast voldoende liquide zijn.<sup>47</sup> Of een derivatencontract als voldoende liquide wordt beschouwd, is afhankelijk van het antwoord op de vraag of de gemiddelde frequentie, het aantal en soort actieve deelne-

art. 4 lid 2 EMIR, ook vrijgesteld van het uitwisselen van *collateral*, zie art. 11 lid 5 e.v. EMIR). De risico mitigerende maatregelen gelden uiteraard niet indien het gaat om een partij of partijen gevestigd buiten de Europese Unie die buiten het bereik van de extraterritoriale werking van EMIR vallen. Hierop gaan wij in deze bijdrage echter niet verder in.

31. Zie art. 10 lid 1 onder b jo. art. 10 lid 4 onder b EMIR jo. art. 11 van de RTS nr. 149/2013 van de Europese Commissie van 19 december 2012.
32. Zie over de klassen derivaten paragraaf 4.
33. Zie overweging 25 behorende bij de RTS nr. 149/2013 van de Europese Commissie van 19 december 2012. De drempels zijn niet relevant voor financiële tegenpartijen, voor hen geldt de clearingplicht altijd, behoudens het bestaan van vrijstellingen.
34. Zie overweging 21 en 25 behorende bij de RTS nr. 149/2013 van de Europese Commissie van 19 december 2012. Intragroeptransacties worden wel meegerekend, zie de QA van ESMA van 22 oktober 2013, p. 12.
35. RTS nr. 149/2013 van de Europese Commissie van 19 december 2012.
36. Zie bijvoorbeeld <<http://regulatoryreform.wordpress.com/2013/08/20/emir-energised>>.
37. De uitbreiding van de reikwijdte van de MiFID betekent onder meer dat naast aandelen ook andere financiële instrumenten, waaronder gestructureerde producten en derivaten, onderworpen worden aan transparantieplichtingen. Zie overwegingen 3,4, 9, 26, 88 MiFID II Voorstel.
38. Art. 1 sub a-e MiFIR Voorstel.
39. Overweging 9 MiFIR en art. 24 jo. 26 MiFIR Voorstel.
40. Met de executie wordt de voltooiing van de koop en verkoop van een derivatencontract bedoeld. In de praktijk zijn hier verschillende methoden voor. Zo omvat bilaterale executie onder meer *principal trading* en *direct request-for-quote* (*single dealer*) systemen. Terwijl multilaterale executies eerder verlopen via elektronische (*limited*) *order book trading* en *request-for-quote* of *stream* systemen. Zie verder IOSCO, 'Follow-On Analysis to the Report on Trading of OTC Derivatives', *OICV-IOSCO, OR, 02/12*, p. 10-13.
41. Zie art. 24 jo. 26 lid 1 MiFIR Voorstel jo. art. 5 lid 4 EMIR.
42. In een *quote-driven* markt zijn kopers minder geneigd het executierisico, het risico dat de transactie niet plaatsvindt volgens de eigen voorwaarden, te dragen. Dit risico wordt eerder door een tussenpartij (bank, beleggingsonderneming) gedragen die hier vervolgens een *quote* of prijs voor vraagt, zie ISDA, 'Understanding the role of the MiFID2/MiFIR 'OTC' category', oktober 2012, beschikbaar via [www.isda.org](http://www.isda.org), p. 2.
43. Ter illustratie, bij *interest rate swaps* is ruim zeventig procent vrijwel niet geschikt voor een elektronische verhandeling via een handelsplatform. Zie ISDA, 'MiFID/MiFIR and transparency for OTC derivatives', februari 2012, beschikbaar via <[www.ISDA.org](http://www.ISDA.org)>, p. 3.
44. Zoals bedoeld in art. 10 lid 1 sub b EMIR jo. art. 11 van de RTS nr. 149/2013 van de Europese Commissie van 19 december 2012.
45. De gelijkwaardige handelsplatformen van derde landen vallen buiten het bestek van deze bijdrage. Ook de intragroep transacties die zijn uitgezonderd van deze verplichting vallen buiten het bestek van deze bijdrage.
46. Derivaten behoren tot dezelfde klasse als zij de verhouding

mers en de gemiddelde omvang van de spreads aan nog nader door de ESMA te bepalen technische standaarden voldoen. Daarbij zal ESMA ook hier verantwoordelijk worden voor het formuleren van nadere technische voorschriften die duidelijkheid moeten verschaffen over de drempels, klassen derivaten en liquiditeitsvoorwaarden om de handelsverplichting uitvoerbaar te maken.<sup>48</sup> Het is mogelijk dat tegenpartijen een derivatencontract dat niet onderworpen is aan de handelsverplichting maar dat wel geschikt is voor multilaterale elektronische verhandeling, vrijwillig via een gereglementeerde markt verhandelen. De kans dat dit gaat gebeuren is vooralsnog uitermate klein.<sup>49</sup> Belangrijk om te vermelden is dat de handelsverplichting niet geldt voor (i) transacties (derivatencontracten) indien deze worden aangegaan door financiële tegenpartijen of niet-financiële tegenpartijen, ofschoon zij de clearingdrempels overschrijden, met niet-financiële tegenpartijen die de clearingdrempels *niet* overschrijden, en (ii) intragroeptransacties als bedoeld in art. 3 EMIR.

### *In welk opzicht krijgen derivaten met handelsplatformen te maken?*

Met de aanstaande invoering van de handelsverplichting krijgen marktpartijen die derivatencontracten verhandelen, meer te maken met de regelgeving rondom handelsplatformen. Zij zullen zich vooral moeten gaan verdiepen in de inhoudelijke eisen die gesteld worden aan de verhandeling via handelsplatformen.<sup>50</sup> Daarbij zullen derivatencontracten dusdanig moeten worden vormgegeven dat zij enerzijds voldoen aan de toegangsvereisten en anderzijds maximaal de commerciële kansen benutten.

Voor zover de verhandeling van een derivatencontract via een gereglementeerde markt<sup>51</sup> of MTF<sup>52</sup> plaatsvindt, zal er niet zoveel veranderen. Beide handelsplatformen blijven gedefinieerd als voorheen en nauw bij elkaar aansluiten.<sup>53</sup> Voor de gereglementeerde markt blijft wel gelden dat de verhandeling op deze markt betrekking heeft op *'financiële instrumenten die volgens de regels en de systemen van die markt tot de handel zijn toegelaten'*.<sup>54</sup> Verder blijft een bilaterale verhandeling van derivaten voor eigen rekening<sup>55</sup> buiten de reikwijdte van het MTF of gereglementeerde markt regime. Derivaten krijgen desondanks meer te maken met handelsplatformen. Dit komt in eerste instantie door de openstelling van beleggingsondernemingen die systematisch buiten de beurs om intern effectentransacties verrichten (systematische interne afhandeling).<sup>56</sup> Deze wijze van verhandeling wordt mogelijk voor derivatencontracten. Vooralsnog is wel onduidelijk welke derivaten systematisch intern kunnen worden afgehandeld. Het vermoeden is dat het zal gaan om bepaalde *foreign exchange* derivaten.<sup>57</sup> Om in aanmerking te komen voor een systematische interne afhandeling moeten derivaten enerzijds buiten de clearingverplichting vallen (anders geldt namelijk tevens de handelsverplichting), en anderzijds moet de verhandeling systematisch verlopen. Derivaten die wel onder de clearingplicht van EMIR vallen of waarvan de handel niet systematisch genoeg is komen derhalve niet in aanmerking voor een systematische interne afhandeling door een beleggingsonderneming. ESMA heeft in een recent *Discussion Paper* in ieder geval aangegeven dat *non-deliverable forwards* en *cash-settled forwards* I, twee belangrijke categorieën van *foreign exchange* derivaten, hoogstwaarschijnlijk onder de clearingverplichting

zullen vallen.<sup>58</sup> Een systematische interne afhandeling van deze twee typen derivaten is daarmee niet denkbaar.

tot de onderliggende activa, het type onderliggende activa en de valuta's waarin zij luiden, gemeen hebben, zie art. 2 onder 6 EMIR.

47. Zie art. 24 lid 1 jo. 26 lid 1 en lid 3 sub a-c MiFIR Voorstel.
48. In het MiFIR Voorstel staat geen datum vermeld waarop ESMA de technische voorschriften klaar moet hebben. Marktconsultatie zal ook mede gezien de discussie over de liquiditeitscriteria en klassen derivaten noodzakelijk zijn.
49. Dit komt door de extra vereisten uit de beursvoorschriften waar dan aan moet worden voldaan, zie bijvoorbeeld ISDA, 'Satisfying the MiFID II trading obligation', oktober 2011, beschikbaar via <www.isda.org>.
50. Met het aannemen van het MiFIR Voorstel, zal er een *six-tier* systeem ontstaan bestaande uit de gereglementeerde markt, MTF, *SME Growth* MTF, OTF, systematische interne afhandeling en otc-verhandeling. Deze handelsplatformen zullen inhoudelijke verschillen kennen.
51. Thans zijn aan vijf entiteiten een vergunning verleend ex art. 5:26 lid 3 Wft voor het exploiteren van een gereglementeerde markt (verschillende entiteiten van Euronext en aan Endex) en aan tien entiteiten is een ontheffing verleend ex art. 5:26 lid 3 Wft om dit te doen (onder andere aan Nymex, Comex, NASDAQ Dubai, CME en SIX Swiss Exchange). Zie de registers van de AFM, te raadplegen op [www.afm.nl](http://www.afm.nl).
52. De volgende entiteiten zijn geregistreerd als MTF: Euronext Amsterdam N.V. onder de handelsnaam Alternext Amsterdam, Euronext Amsterdam N.V. onder de handelsnaam NYSE Arca Europe en TOM B.V. onder de handelsnaam TOM MTF.
53. Wel wordt er een definitie voor een multilateraal systeem toegevoegd. Deze definitie lijkt een beperkte toegevoegde waarde te hebben. Zie art. 2 lid 1 onder 6 sub a MiFIR Voorstel.
54. Dit vereiste vormt een ?kwaliteitscontrole? ten aanzien van de toelating van financiële instrumenten tot de gereglementeerde markt. Zie C.M. Grundmann-van de Krol, *Koersen door de Wet op het financieel toezicht*, Den Haag: Boom Juridische Uitgevers 2012, p. 128.
55. Handelen voor eigen rekening wordt gedefinieerd als het met eigen kapitaal handelen en uitvoeren van transacties in één of meer financiële instrumenten, zie art. 4 lid 2 onder 5 MiFID II Voorstel.
56. Zie o.a. overwegingen 7/8 en art. 2 onder 7 MiFIR Voorstel en art. 18, 20, 32 MiFID Voorstel.
57. Zie ISDA, 'MiFID/MiFIR: The OTF and SI regime for OTC derivatives', April 2012, beschikbaar via [www.isda.org](http://www.isda.org), p. 4.
58. Zie ESMA, 'The Clearing Obligation under EMIR', *Discussion Paper*, 12 juli 2013, 2013/925, p. 29-30. In reactie op de *Discussion Paper* van ESMA stellen o.a. ISDA en BBA en meer vanuit de markt LCH Clearnet dat *cash-settled forwards*, onder andere door een beperkte liquiditeit, niet voldoen aan de voorwaarden van art. 5 lid 4 EMIR en dientengevolge niet geschikt zijn voor clearing onder EMIR. Zie ISDA en BBA, 'ISDA and BBA Response to ESMA DP on the Clearing Obligation under EMIR', 12 september 2013, p. 14 en LCH.Clearnet, 'Response to ESMA DP on the Clearing Obligation under EMIR', 11 september 2013, p. 5, beide te vinden op <<http://www.esma.europa.eu/consultation/Discussion-Paper-Clearing-Obligation-under-EMIR#responses>>.

Voorts krijgen derivatencontracten ook te maken met handelsplatformen door de introductie van de OTF. De OTF wordt gedefinieerd als een multilaterale handelsfaciliteit, niet zijnde een MTF of gereglementeerde markt, waarin vraag en aanbod met betrekking tot financiële instrumenten bij elkaar komen en vervolgens leiden tot een contract. Het verschil tussen de OTF enerzijds en de MTF en gereglementeerde markt anderzijds, zit in het ontbreken van het element 'niet-discretionaire regels'.<sup>59</sup> Marktpartijen die een derivatencontract langs de weg van een OTF willen verhandelen kunnen te maken krijgen met minder voorspelbare toetredingsvereisten. Zo beschikt de exploitant bij de *order matching* over een zekere discretionaire bevoegdheid ten aanzien van de toegang tot het handelsplatform en de wijze waarop de transacties worden uitgevoerd. De OTF moet straks 'alle typen georganiseerde uitvoering en regeling van transacties in financiële instrumenten' - die buiten de bestaande georganiseerde handelsplatformen (*de facto* MTF, gereglementeerde markten) en diens gevolg in de onderhandse bilaterale segment terechtkomen - gaan reguleren.<sup>60</sup> Bijgevolg zullen bijvoorbeeld *broker-crossing systems*, dat wil zeggen interne elektronische matchingsystemen voor het uitvoeren van cliëntorders door beleggingsondernemingen ook onder de OTF definitie vallen.<sup>61</sup> Aan de ene kant is de OTF duidelijk een multilateraal handelsplatform, maar tegelijkertijd mag het wel bepaalde discretionaire toetredingsregels hanteren. Mogelijke kritiek dat deze discretionaire bevoegdheid zal doorslaan, probeert de wetgever tot dusver te kanaliseren door OTF exploitanten te onderwerpen aan gedragsregels die normaliter gelden in de context van bilaterale verhandeling door beleggingsondernemingen.<sup>62</sup> Een ander punt van kritiek is het expliciete verbod voor de OTF om met eigen kapitaal derivatentransacties (*proprietary trading*) uit te voeren. Het verbod op *proprietary trading* door de OTF blijft ondanks substantiële kritiek vanuit de praktijk, waaronder door de *European Banking Federation*<sup>63</sup>, toch gehandhaafd.<sup>64</sup> Door het verbod verschilt de OTF duidelijk van een systematische interne afhandeling door een beleggingsonderneming waarbij *proprietary trading* juist heel gebruikelijk is. Terecht wordt de vraag gesteld wat er gaat gebeuren met derivatencontracten die *ad hoc* en op onregelmatige basis worden afgesloten maar die wel enige vorm van *order matching* kennen.<sup>65</sup> Wij achten een systematische interne afhandeling van dit type derivatencontracten in ieder geval onmogelijk, daar een systematische interne afhandeling vereist dat de verhandeling op 'georganiseerde wijze, regelmatig, systematisch, in aanzienlijke mate'<sup>66</sup>, voor eigen rekening en buiten een handelsplatform plaatsvindt.<sup>67</sup> Het ligt in de lijn der verwachting dat marktpartijen dadelijk verschillende handelsplatformen onder één paraplu zullen gaan brengen om de controle zoveel mogelijk in eigen hand te houden en zo een potentiële verstoring van het handelsverkeer, als gevolg van moeizame toetredingen tot handelsplatformen, zoveel mogelijk te mitigeren. Overigens zal een samenvoeging van een OTF en systematische interne afhandeling helaas niet mogelijk zijn, aangezien de wetgever een expliciet verbod hierop heeft gehandhaafd in het MiFID II Voorstel.<sup>68</sup>

#### 4. Clearing en 'open access' onder het MiFIR Voorstel en de verhouding tot EMIR

Met EMIR is een eerste stap gezet in de regulering van otc-derivaten. Met het MiFIR Voorstel en MiFID II Voorstel wordt een vervolgstap gezet teneinde ook derivatencontracten die worden gesloten op gereglementeerde markten verder te reguleren. In dit kader werpen wij licht op de clearingverplichting en op de op transparantie en niet-discriminatie gebaseerde toegang (*open access*) tot CTP's en handelsplatformen.

Art. 24 jo. 26 MiFIR Voorstel introduceert een handelsverplichting voor derivatencontracten die aan bepaalde voorwaarden moet voldoen. Art. 25 lid 1 MiFIR Voorstel doet daar echter een schepje bovenop.<sup>69</sup> Dit artikel bepaalt namelijk dat degene die een gereglementeerde markt exploiteert, ervoor zal dienen te zorgen dat alle derivatentransacties die daarop worden bewerkstelligd, zullen worden geclarend door een CTP. Wij voorzien hiermee een nieuwe plicht, die thans niet geldt onder EMIR. De reden dat deze plicht voor de marktexploitant onder het MiFIR Voorstel wordt ingevoerd, is dat EMIR derivatencontracten die worden gesloten op gereglementeerde markten, niet bestrijkt. Dit terwijl de Europese wetgever wenst om ook deze derivatencontracten onder de clearingplicht te brengen.<sup>70</sup> Hier zien we derhalve een aanvulling in het MiFIR Voorstel op EMIR in die zin dat de wetgever de inspiratie voor de regulering van op derivatencontracten gesloten op gereglementeerde markten (op de beurs verhandeld) haalt uit EMIR. Er wordt een extra waar-

59. Zie art. 2 lid 1 onder 5 en 6 MiFIR Voorstel.

60. Zie overweging 7 MiFIR Voorstel.

61. Deze broker crossing netwerken (BCN) zijn ook wel bekend onder de term *dark pools* door zich te onttrekken aan verschillende transparantieverplichtingen. Voorbeelden van grote BCN's zijn o.a. *Crossfinder* (Credit Suisse) en *Sigma X* (Goldman Sachs).

62. Zie overweging 8 MiFIR Voorstel.

63. Zie EBF, 'EBF Trilogue Position on MiFID2/MiFIR', 10 juli 2013, beschikbaar via <www.ebf-fbe.eu>.

64. Zie art. 20 lid 1 MiFID Voorstel. Wel is er een uitzondering gemaakt op het verbod op *proprietary trading* in het geval van een OTF, namelijk voor 'compenserende aan- en verkopen van [illiquide staats-] obligaties, gestructureerde financieringsproducten, emissierechten en bepaalde derivaten, en zulks uitsluitend in gevallen waarin de cliënt van de verrichting in kennis is gesteld.' Zie art. 20 lid 1bis MiFID Voorstel.

65. Zie C.M. Grundmann-van de Krol, 'Voorstel MiFID II en MiFIR: grotere reikwijdte, meer regels, veel werk voor ESMA en minder lidstaatopties', *Ondernemingsrecht*, 2011/117, onder §2.2.b.

66. Dit wordt gemeten aan de hand van het aantal otc-derivatentransacties in het financieel instrument die de beleggingsonderneming voor eigen rekening verricht door orders van cliënten uit te voeren.

67. Zie art. 2 lid 1 onder 3 MiFIR Voorstel. Zie eveneens het huidige art. 21 lid 1 Uitvoeringsverordening MiFID 1287/2006.

68. Art. 20 lid 1ter MiFID II Voorstel.

69. We laten de 'indirect clearing arrangements' als bedoeld in art. 25aa MiFIR Voorstel buiten beschouwing.

70. Zie overweging 31 MiFIR Voorstel.



borg gecreëerd dat ook beursverhandelde derivaten worden geclareerd. In de praktijk is een dergelijke clearing al gebruikelijk.

Dat derivatencontracten - gesloten op een gereglementeerde markt - niet onder het bereik van EMIR vallen, blijkt uit de definitie van otc-derivatencontract onder EMIR. Een otc-derivatencontract wordt in EMIR als volgt gedefinieerd:

‘een derivatencontract waarvan de uitvoering niet plaatsvindt op een gereglementeerde markt in de zin van artikel 4, lid 1, punt 14, van Richtlijn 2004/39/EG, [...]’.<sup>71</sup>

Het is vermeldenswaardig dat ESMA in een nadere toelichting heeft bepaald dat derivatencontracten die worden uitgevoerd op een MTF, wel moeten worden beschouwd als otc-derivatencontract in de zin van EMIR.<sup>72</sup> Dit achten wij juist aangezien de plaats van executie (verhandeling) het bepalende criterium is voor de vraag of een derivatencontract valt onder de categorie otc-derivatencontract. Zo spreekt de definitie van otc-derivatencontract in EMIR expliciet over derivatencontracten die niet verhandeld worden op een gereglementeerde markt. Het is wel de vraag hoe dit onderscheid hier tussen de MTF en gereglementeerde markt zich verhoudt tot de overtuiging bij de wetgever dat beide handelsplatformen dezelfde handelsfuncties vervullen en om die reden vrijwel identiek zijn gedefinieerd in de huidige MiFID richtlijn en in het MiFIR Voorstel.<sup>73</sup> Wat betreft derivatencontracten die weldra een uitvoering via een OTF kennen, merken wij op dat ESMA deze vermoedelijk ook zal beschouwen als otc-derivatencontract in de zin van EMIR. Dit vermoeden is vooral gebaseerd op de nieuw in het MiFIR Voorstel opgenomen definitie van op de beurs verhandelde derivatencontracten. Dit zijn derivatencontracten die op een gereglementeerde markt worden verhandeld en als zodanig niet onder de definitie van otc-derivatencontract in de zin van EMIR vallen.

Hoewel het MiFIR Voorstel eveneens een clearingplicht kent en deze voortbordurt op EMIR, is het mogelijk dat de aanstaande clearing onder het MiFIR Voorstel, die is gekoppeld aan de handelsverplichting, voor marktpartijen anders uitpakt dan onder EMIR. Art. 25 lid 2 MiFIR Voorstel bepaalt namelijk dat ESMA RTS zal ontwerpen omtrent de minimumvoorwaarden voor systemen, procedures en regelingen inzake deze clearingplicht. Echter, hoewel de clearingplicht onder EMIR afhankelijk is van RTS en ook de clearing onder het MiFIR Voorstel afhankelijk is van eigen RTS, is niet uit te sluiten dat deze clearingplicht hetzelfde zal zijn als de clearingplicht onder EMIR. Het is immers goed mogelijk dat bij het opstellen van de betreffende RTS onder het MiFIR Voorstel een voorbeeld wordt genomen aan de betreffende RTS onder EMIR.

#### **Aanvullende voorwaarden voor clearing onder EMIR en de relevantie hiervan voor het MiFIR Voorstel**

Eerder is uitgelegd dat otc-derivaten die voldoen aan de voorwaarden van art. 4 EMIR, dienen te worden geclareerd door een CTP. Deze voorwaarden kunnen de ‘materiële’ voorwaarden voor clearing worden genoemd. EMIR bepaalt echter daarnaast ook dat otc-derivatencontracten wat betreft de clearingplicht ook aan de ‘formele’ voorwaarden van art. 5 lid 2 EMIR moeten voldoen. Deze formele voorwaarden betreffen de zogenoemde ‘klassen’ van derivaten. ESMA dient ex. art. 5 lid 2 EMIR een RTS op te stellen om te spe-

cificeren: (i) welke klassen van otc-derivatencontracten onder de clearingplicht dienen te vallen, (ii) de data vanaf wanneer de clearingplicht zal ingaan (waarin wordt meegenomen elke fase waarin, en voor welke type tegenpartij, de clearingplicht geldt) en (iii) de minimale periode dat de otc-derivatencontracten gesloten tussen een financiële tegenpartij en een niet-financiële tegenpartij die de clearingdrempels overschrijdt, uitstaan.<sup>74</sup> De *Discussion Paper* hieromtrent is in het kader van een publieke consultatie reeds gepubliceerd door ESMA.<sup>75</sup> Marktpartijen konden deze tot uiterlijk 12 september 2013 becommentariëren, waarna ESMA de definitieve conceptversie van de RTS voorlegt aan de Europese Commissie.

EMIR definieert ‘klasse van derivaten’ als volgt:

‘een subgroep van derivaten die essentiële kenmerken gemeen hebben, waaronder ten minste de verhouding tot de onderliggende activa, het type van de onderliggende activa en de valuta’s waarin zij luiden. Derivaten die punt uitmaken van dezelfde klasse van derivaten kunnen verschillende looptijden hebben’.

De volgende klassen derivaten kunnen worden onderscheiden:<sup>76</sup>

- rentederivaten;
- kredietderivaten;
- aandelenderivaten;
- valutaderivaten; en
- grondstoffenderivaten.

Welke klassen van otc-derivatencontracten onder de clearingplicht vallen, kan volgen uit:

- de ‘bottom-up’ benadering als bedoeld in art. 5 lid 2 EMIR, waarbij klassen derivaten worden aangewezen door ESMA die geclareerd zouden moeten worden, gebaseerd op klassen derivaten die al worden geclareerd of erkend door een CTP, en
- de ‘top-down’ benadering als bedoeld in art. 5 lid 3 EMIR, waarbij ESMA zelf het initiatief neemt om bepaalde klassen derivaten te identificeren die nog niet worden geclareerd door een vergunning houdende of erkende CTP.<sup>77</sup>

De uitkomst van beide benaderingen wordt gepubliceerd in het openbaar register van ESMA.<sup>78</sup> Zodra de uitkomst van

71. Zie art. 2 onder 7 EMIR.

72. Zie Q&A van ESMA van 22 oktober 2013, p. 10, te vinden op <<http://www.esma.europa.eu/>>, p. 10.

73. Zie overweging 6 MiFIR Voorstel.

74. Dit blijkt ook uit art. 26 lid 1 MiFIR Voorstel. De specificatie onder (ii) en (iii) wordt in deze bijdrage niet nader uiteengezet. Voor meer informatie hieromtrent, zie ESMA, ‘The Clearing Obligation under EMIR’, *Discussion Paper*, 12 juli 2013, 2013/925, p. 39 e.v.

75. ESMA, ‘The Clearing Obligation under EMIR’, *Discussion Paper*, 12 juli 2013, 2013/925, te vinden op <<http://www.esma.europa.eu/>>.

76. *Ibid*, p. 11, par. 19.

77. *Ibid*, p. 12, par. 23.

78. ESMA zal ex. art. 6 lid 1 EMIR zorgen voor het aanleggen,



de 'bottom-up' benadering bekend is - dit zal het geval zijn wanneer de betreffende RTS inzake de klassen van derivaten in werking treden - wordt in ieder geval dit gedeelte reeds in het register gepubliceerd.

Deze classificatie is het beginpunt van de analyse van de klassen derivaten die onder de clearingplicht zullen vallen en elke klasse zal verder worden gespecificeerd in de RTS hieromtrent. In aanvulling hierop kan ESMA via de zogenoemde 'top-down' approach bepaalde otc-derivatencontracten identificeren, die onder de clearingplicht vallen. Het voordeel van deze benadering is dat geen clearingplichtige otc-derivatencontracten zullen bestaan waarvoor geen CTP beschikbaar is. Opmerking verdient dat indien de situatie ontstaat dat marktpartijen hun otc-derivaten op een zodanige manier inkleden, dat deze niet voldoen aan de karakteristieken van de klassen derivaten die onder de clearingplicht vallen onder de RTS, een CTP bevoegd is om een dergelijk derivatencontract te identificeren en te voegen bij haar clearingdienst. Het openbaar register zal vervolgens worden geüpdatet, waarna dit derivatencontract onder de clearingplicht zal vallen.<sup>79</sup> Van belang is te vermelden dat EMIR in beginsel aan ESMA niet de bevoegdheid geeft om contracten toe te voegen aan de lijst van derivatencontracten die dienen te worden gecleard, anders dan door middel van het publiceren van RTS op grond van art. 5 EMIR.<sup>80</sup>

Bovenstaande classificatie is voor het MiFIR Voorstel relevant, aangezien art. 26 lid 1 MiFIR Voorstel verwijst naar deze classificatie onder art. 5 lid 2 en lid 4 EMIR. De RTS die op grond daarvan voortvloeien zullen de basis zijn onder het MiFIR Voorstel om bepaalde klassen derivaten aan te wijzen, die zullen vallen onder de handelsverplichting. Hiermee wordt de handelsverplichting in MiFIR Voorstel gekoppeld aan de clearingplicht onder EMIR. Het verschil is dat het MiFIR Voorstel bepaalt dat ESMA *aanvullende* RTS zal publiceren die bepalen welke klassen derivaten die onder de clearingplicht vallen volgens de RTS volgend uit art. 5 lid 2 EMIR, onder de handelsverplichting zullen vallen onder het MiFIR Voorstel. Hieromtrent zal ESMA nadere RTS opstellen. De koppeling van de RTS uit art. 5 lid 2 EMIR aan art. 24 jo. 26 MiFIR Voorstel wettigt aldus niet de conclusie dat alle clearingplichtige otc-derivatencontracten uit EMIR dienen te worden verhandeld op een handelsplatform op grond van het MiFIR Voorstel. Aangezien het MiFIR Voorstel nog niet van kracht is, is ook onbekend wanneer ESMA deze RTS zal publiceren en deze in werking zullen treden.

#### ***Een verdergaande vervlechting van EMIR en het MiFIR Voorstel: de open-access regeling***

De verweving tussen de clearingverplichting en de handelsverplichting komt eveneens tot uitdrukking in de *open access* regeling die thans reeds in EMIR staat voor otc-derivatencontracten en die met het MiFIR Voorstel wordt geïntroduceerd voor op de beurs verhandelde derivaten.<sup>81</sup> Kort gezegd moet de *open access* ervoor zorgen dat marktpartijen op transparante en niet-discriminerende basis toegang krijgen tot CTP's en handelsplatformen. De noodzaak van deze *open access* is gelegen in de mogelijke concurrentiebeperkingen die zich kunnen voordoen en die dienengevolge een efficiënte werking van de clearing en handelsverplichting belemmeren.<sup>82</sup> Bijvoorbeeld, een CTP die eigendom is van handelsplatform A, weigert een derivatentransactie te clearen omdat deze transactie is verricht op handelsplatform B dat een concurrent is van handelsplat-

form A. In dit geval heeft de CTP een direct commercieel belang bij het weigeren van de clearing. De wetgever tracht deze situatie te voorkomen door CTP's te verplichten op verschillende handelsplatformen uitgevoerde transacties te clearen, althans voor zover die transacties voldoen aan vooraf door de CTP vastgestelde operationele en technische vereisten.<sup>83</sup> Een dergelijk concurrentiebeperkend scenario is in de praktijk vooral zichtbaar bij zogenoemde *vertical silo's* ('silo').<sup>84</sup> In het geval de handel in een derivatencontract verloopt via een handelsplatform dat onderdeel is van een silo bestaat er een sterke economische beweegreden om de clearing van een derivatentransactie te laten verrichten door een bij dat handelsplatform aangesloten CTP.<sup>85</sup> Met het oog

onderhouden en actualiseren van een openbaar register dat de correcte en ondubbelzinnige inventarisatie van de onder de clearingverplichting vallende klassen van OTC-derivaten mogelijk maakt. Het openbaar register zal op de website van ESMA beschikbaar zijn. Het register bevat de volgende informatie: (a) de klassen van derivaten die onder de clearingverplichting vallen op grond van art. 4 EMIR, (b) de CTP's die met het oog op de clearingverplichting over een vergunning of erkenning beschikken, (c) de data vanaf welke de clearingverplichting in werking treedt, met inbegrip van een eventuele gefaseerde invoering, (d) de klassen van derivaten die door ESMA overeenkomstig art. 5, lid 3 EMIR, zijn vastgesteld, (e) de minimale resterende looptijd van de in art. 4, lid 1, onder b), punt ii) EMIR, bedoelde derivatencontracten, en (f) de CTP's die met het oog op de clearingverplichting door de bevoegde autoriteit bij ESMA zijn aangemeld en de datum van kennisgeving van elk van hen.

79. ESMA, 'The Clearing Obligation under EMIR', *Discussion Paper*, 12 juli 2013, 2013/925, p. 12, par. 27.

80. Zie ook ISDA en BBA, 'ISDA and BBA Response to ESMA DP on the Clearing Obligation under EMIR', 12 september 2013, p. 4.

81. Titel VI, resp. art. 28/29 MiFIR Voorstel. In overweging 31 MiFIR Voorstel wordt benadrukt: '*aangezien otc-derivaten zijn gedefinieerd als derivatencontracten waarvan de uitvoering niet op een gereglementeerde markt plaatsvindt, is het nodig in het kader van deze verordening soortgelijke vereisten te introduceren voor gereglementeerde markten.*' De wetgever tracht overlap en lacunes tussen EMIR en het MiFIR Voorstel zoveel mogelijk te voorkomen en de *open access* regels uit het MiFIR Voorstel zijn dan ook alleen van toepassing op op de beurs verhandelde derivatencontracten, zie overweging 32a en art. 28 lid 1 MiFIR Voorstel.

82. Zie art. 7 EMIR, overweging 12 en art. 28 MiFIR Voorstel en art. 55 lid 1 MiFID Voorstel specifiek voor gereglementeerde markten.

83. Overweging 34 EMIR en 32 MiFIR Voorstel. Meer concreet wordt bij de toegangsbeoordeling gekeken naar het verwachte transactievolume, het aantal en type gebruikers, regelingen voor het beheer van operationeel risico en complexiteit en andere factoren die significante ongewenste risico's met zich meebrengen, zie art. 28 lid 7 onder a MiFIR Voorstel.

84. In het geval van een *vertical silo* controleert de marktexploitant tevens de *clearing and settlement* van het verhandelde derivatencontract. Bekende voorbeelden van *vertical silo's* zijn: CME/CME Clearing, Ice/Ice Clearing, Eurex/Eurex Clearing.

85. De economische beweegreden is vooral gelegen in de *net-*

op een efficiënte en ordelijke werking van de markten wil de wetgever deze silo's zoveel mogelijk doorbreken.

Wat betreft de *open-access* tot CTP's valt op dat er enkele verschillen bestaan tussen EMIR en het MiFIR Voorstel. Als eerste, bij een weigering van een op de beurs verhandelde derivatencontract heeft een handelsplatform '*het recht op niet-discriminatoire wijze te worden behandeld met betrekking tot de wijze waarop de contracten die via dat platform worden verhandeld, worden behandeld op het stuk van onderpandvereisten en de verrekening van economisch gelijkwaardige contracten en cross-margining met gecorreleerde contracten die door dezelfde CTP worden gecleard, en niet-discriminerende clearingvergoedingen.*'<sup>86</sup> Deze uitwerking in het MiFIR Voorstel is niet terug te vinden in het equivalent in EMIR en lijkt daarmee voorlopig alleen te gelden voor op de beurs verhandelde derivatencontracten. Voorts wordt er enkel toegang verleend tot de CTP indien de toegang geen interoperabiliteitsregeling<sup>87</sup> zou vereisen of geen bedreiging zou vormen voor de soepele en ordelijke werking van de markten.<sup>88</sup> Opvallend is dat art. 7 lid 4 EMIR niet het vereiste van de interoperabiliteitsregeling noemt.

De *open-access* tot handelsplatformen bepaalt dat grote handelsplatformen geen informatie meer over hun gegevensstromen (actuele gegevens met betrekking tot prijs en volume van het derivatencontract) mogen achterhouden. Desondanks mag een inzage in deze gegevensstromen geen verstoring van de handel in derivatencontracten opleveren.<sup>89</sup> Het MiFIR Voorstel kent echter een *opt-out* voor kleine handelsplatformen. Deze kunnen, indien zij onder de drempel vallen, in aanmerking komen voor een *opt-out* (van drie jaren of meer na verlengingen).<sup>90</sup> Zij beschikken vaak niet over de technologische capaciteit om direct aan de regeling te voldoen en de wetgever wil op deze manier voorkomen dat zij de nauwe banden<sup>91</sup> met bestaande CTP's om deze reden noodzakelijkerwijs verliezen. Echter indien een handelsplatform een *opt-out* wenst, dan kan deze *pari passu* niet genieten van de rechten verbonden aan deze *open-access* regeling. In de praktijk betekent dit dat een vrijgestelde handelsplatform – evenals nu - bij de toegang tot een CTP's om commerciële redenen geweerd kan worden. Omgekeerd kan de vrijgestelde handelsplatform arbitraire eisen stellen aan een CTP met wie zij nauwe banden heeft, aangezien de CTP ten aanzien van het betreffende vrijgestelde handelsplatform zich niet kan beroepen op de rechten uit de *open-access* regeling.

## 5. Tot slot

De regulering van derivaten is met de inwerkingtreding van EMIR in een stroomversnelling terechtgekomen. Het speelveld, waarin marktpartijen die (otc-)derivatencontracten verhandelen, wordt in toenemende mate beheerst door technische verplichtingen die voortvloeien uit EMIR en de nog in werking te treden MiFIR en MiFID-II Voorstellen. Meer concreet zullen op grond van het MiFIR Voorstel naast otc-derivatencontracten ook op de beurs verhandelde derivaten moeten worden gecleard. Een dergelijke verplichting bestaat thans niet onder EMIR. Bovendien zal het MiFIR Voorstel een handelsverplichting invoeren voor otc-derivatencontracten waarvoor een clearingplicht bestaat onder EMIR, die vervolgens door de RTS onder het MiFIR Voorstel hiervoor zullen worden aangewezen. Een directe consequentie van de handelsverplichting voor de markt is dat partijen bij deri-

vatencontracten geconfronteerd worden met verplichtingen verbonden aan de handel via handelsplatformen.

Hoewel de MiFIR en MiFID-II Voorstellen nog niet door het Europees Parlement zijn aangenomen, zijn de onderhandelingen over beide voorstellen volop aan de gang. Wij verwachten dat met de inwerkingtreding van het MiFIR Voorstel de in deze bijdrage behandelde verplichtingen voor (otc-)derivaten onverkort in werking zullen treden. Het zal overigens wel een serieuze uitdaging worden voor ESMA om de verplichtingen uit EMIR en het MiFIR Voorstel op een voor de markt werkbare manier in de RTS te verwerken. In ieder geval staat vast dat het landschap van (otc-)derivaten vier jaar na de Pittsburgh bijeenkomst voorgoed aan het veranderen is.

ting voordelen (*inter alia* de mogelijkheden tot verrekening) die vertical silo's genieten.

86. Overweging 23 en art. 28 lid 1 MiFIR Voorstel.
87. Art. 2 onder 12 EMIR definieert een interoperabiliteitsregeling als 'een regeling tussen twee of meer CTP's die betrekking heeft op een systeemoverschrijdende uitvoering van transacties.' Dit vereiste geldt overigens niet voor die gevallen waarin het handelsplatform en de betrokken CTP's hebben ingestemd met de regeling en alle risico's voldoende zijn afgedekt. Zie art. 28 lid 4 MiFIR Voorstel.
88. Welke omstandigheden de markt kunnen verstoren worden nog nader worden uitgewerkt door ESMA, zie art. 29 (6) MiFIR Voorstel en art. 8 lid 5 EMIR.
89. De wetgever spreekt in dit verband over een interoperabiliteit voor derivatenclearing of fragmentatie van de liquiditeit. Beide zaken worden geacht de natuurlijke werking van financiële markten te verstoren. Zie overweging 34 EMIR en 33 MiFIR Voorstel en art. 9 van de RTS nr. 149/2013 van de Europese Commissie van 19 december 2012.
90. De relevante drempel voor de *opt-out* is een jaarlijks verhandeld notioneel bedrag van 1000 miljard EUR, en wordt berekend op basis van alle transacties in op de beurs verhandelde derivaten die volgens de regels van het handelsplatform zijn gesloten, art. 29 (4a) MiFIR Voorstel.
91. 'Nauwe banden' is gedefinieerd als: twee of meer natuurlijke of rechtspersonen verbonden zijn door (i) een deelneming, (ii) een zeggenschapsband (moeder-dochter), (iii) duurzaam met elkaar verbonden zijn. Zie art. 2 lid 1 onder 35 MiFIR Voorstel.